第 61 卷 第 5 期　　北京大学学报(哲学社会科学版)　　Vol. 61, No. 5
2024 年 9 月　　Journal of Peking University(Philosophy and Social Sciences)　　Sep. 2024

法 学 研 究

公司债券法制统一下的中期票据定性

洪 艳 蓉

(北京大学 法学院, 北京 100871)

摘　要: 中期票据在银行间债券市场发行和交易,本质上是商事主体以信用为基础的债务证券融资,但它游离于《证券法》适用之外,造成二分的债券市场和债券法制不统一。在《公司法》统一界定“公司债券”内涵的基础上,有必要基于商业信用债务融资共性和债券法制统一目标,通过目的性法律解释将中期票据定性为“公司债券”法定证券,统一适用《证券法》,并进一步协调解决因此衍生的债券公开发行及其注册监管、二级市场协商交易、银行承销债券资格、债券投资者保护机制、债券虚假陈述赔偿责任等制度冲突和制度衔接问题,以《证券法》作为基本法平等保护投资者和规范市场秩序,推动我国公司债券市场高质量发展。

关键词: 中期票据;法律属性;公司债券;《证券法》适用

中图分类号:D 922.28　　**文献标识码:**A　　**文章编号:**1000-5919(2024)05-0146-11

债券作为公司融资的主要途径,是资本市场服务实体经济的重要抓手,第六次中央金融工作会议提出了“促进债券市场高质量发展”①的目标。实践中,中期票据(Medium-term Note,简称 MTN)与公司债券的监管和市场分割,特别是中期票据因属性不明未能纳入《证券法》调整而造成债券法制不统一,已严重影响债券市场功能的发挥。近期国务院启动公司债券管理条例的制定工作,有必要在债券法制统一目标下探讨中期票据的属性及其法律适用逻辑,助力中国式现代化资本市场改革和法治事业!

一、勃兴的中期票据市场与“遗漏”的证券法制

中期票据市场已是我国公司信用类债券市场的重要组成部分,其长期未被纳入《证券法》调整,严重影响了市场功能的发挥,构建统一的债券法制刻不容缓。

(一)二分的债券市场与债券法制

中期票据指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的,约定在一定期限还本付息的债务融资工具,属于发行人以商业信用为担保向资本市场直接融通的债务性资金,与证监会主管的公司债券异曲同工,在中国人民银行的金融数据统计上被统一归入“公司信用类债券”栏目。

2008 年,中国人民银行根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(下称《管理办法》)创设了中期票据,授权银行间市场交易商协会(下称“交易商协会”)采用发行注册制并实施自律管理,只在银行间债券市场发行和交易,并统一由上海清算所提供登记、托管和结算。②这种制度安排不同于证监会主管的公司债券,后者采用“交易所审核—证监会注册”的发行机制,在证券交易所流通并由中国证券登记结算有限责任公司(下称“中登公司”)统一登记结算。由此,我国形成人民银行主管的

收稿日期:2023-11-15

作者简介:洪艳蓉,北京大学法学院长聘副教授(研究员)。

① 习近平:《在中央金融工作会议上的讲话》,中共中央党史和文献研究院编:《习近平关于金融工作论述摘编》,北京:中央文献出版社 2024 年版,第 128 页。

② 中期票据是《管理办法》创设的众多非金融企业债务工具之一,最具规模和影响力,本文以其作为代表分析。

银行间债券市场和证监会主管的交易所债券市场二分的债券法制、监管及市场格局。①

由于更早采用市场化的发行注册制,加之金融创新和我国多年来推动债券市场发展的政策红利等因素共同作用,中期票据自创设以来市场一直呈现勃兴态势,长时间远超公司债券发行/存量规模,直至近年来公司债券逐步放松管制并最终采用发行注册制才有所改变。据统计,截至 2024 年 5 月,中期票据期末托管金额 9.95 万亿元,占公司信用类债券托管余额(32.30 万亿元)的 30.80%,②是企业融通资本市场资金的主要途径和投资者重要的固定收益投资品种来源。

与二分的债券市场和监管格局相对应,中期票据自创设以来便存在与公司债券分割的法律适用。相比公司债券自始依托《证券法》及证监会制定的《公司债券发行与交易管理办法》等规则,纳入传统证券法制体系进行调整,中期票据主要依托《中国人民银行法》,适用《管理办法》及交易商协会制定的行业自律规则,多被认为游离于以《证券法》为核心的证券法制之外:2019 年《证券法》重大修订时,曾提议将中期票据纳入第 2 条法定证券范围却最终未果;2020 年 2 月发布的《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》(以下简称《证券法实施通知》),规定了公司债券与企业债券的公开发行注册要求,却只字未提中期票据是否适用《证券法》,导致"遗漏"问题更为突出;2020 年 3 月,人民银行、证监会两大主管部门在被提问"证券法发布后,银行间债券市场相关制度安排有何变化"时,答复"非金融企业债务融资工具等品种的发行、交易、登记、托管、结算等,由人民银行及其指定机构依照《中国人民银行法》等制定的现行有关规定管理"③,继续维持二分法制现状,中期票据的法律适用仍未与《证券法》建立联系。

(二)法制不统一的危害与改革必要性

中期票据与公司债券的分部门监管和自成体系的制度安排,在我国债券市场建设早期,起到了丰富债务融资工具,灵活满足多元化需求,加快债券市场化改革进程并促进市场规模迅猛发展的积极作用。但随着债券市场改革向纵深发展,这种因中期票据未纳入《证券法》调整而形成的二分市场与法制格局,在产生"向上竞争"(race to the top)效果的同时也潜藏着"逐底竞争"(race to the bottom)的弊端与风险:其一,可能诱发企业利用两个市场监管套利,过度债务融资而埋下信用风险隐患,并弱化国家对特定行业的宏观调控效果;其二,可能大幅度提升市场参与者的合规要求与操作成本,阻碍产品与资金等要素的自由流通而降低市场效率,制约市场发挥优胜劣汰、配置资源的积极作用;其三,可能造成日常监管与执法不均,投资者权益保护不一而损害投资信心,监管资源与风险防控不匹配也不利于金融风险的有效治理及促进债券市场的高质量发展。④

因此,改变交易所债券市场、银行间债券市场二分格局,建立统一的公司信用类债券法制的意义重大。多年来,人民银行、证监会虽然联合发布了 2020 年《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》《公司信用类债券信息披露管理办法》、2021 年《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》等文件,不断推进监管标准趋同,最高人民法院也在 2020 年《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券会议纪要》)中提出"统一法律适用"的观点,指导债券纠纷"类案同判",但这些文件的法律位阶(部门规范性文件、司法性文件)较低,难以树立足够的法律权威,许多条款

---

① 2023 年 3 月的国务院新一轮机构改革将国家发改委的企业债券发行审核职责划归证监会负责,债券三足鼎立格局由此变为二分市场。

② 参见中国人民银行《2024 年 5 月份金融市场运行情况》,资料来源:http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5385917/index.html

③ 参见《中国人民银行、中国证监会有关负责同志就债券市场支持实体经济发展有关问题答记者问》,资料来源:http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3987522/index.html

④ 参见洪艳蓉:《公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架》,《证券市场导报》2010 年第 4 期,第 12—13 页;李敏:《我国债券市场监管分割及统一路径》,《中国政法大学学报》2021 年第 2 期,第 170—172 页。

原则性强,更多的是宣示监管价值而操作性略显不足,这种仅统合部门规范性文件的改革模式难以达臻预期的法制统一效果,在市场低潮时还可能陷入执行停顿。

制度问题更带有根本性、全局性、稳定性和长期性,为债券市场高质量发展提供统一的法制保障,不仅必要而且具有紧迫性,当下需要从作为资本市场基本法的《证券法》层面寻求解决债券法制不统一的有效方案。因此,本文将探讨把作为债务融资工具的中期票据定性为"公司债券"法定证券,纳入《证券法》统一调整的可行性,并分析随之而来的法律适用重要议题,以期充分利用以《证券法》为基本法形成的证券发行与交易、强制信息披露、债券投资者治理、反欺诈民事责任及行政执法等一揽子证券法制保障我国债券市场的高质量发展。

二、中期票据"公司债券"法定证券属性的证成

中期票据具有还本付息的金钱借贷属性和证券化的债权债务关系特征,契合《证券法》《公司法》规定的"公司债券"内涵,可以通过目的性解释将之纳入这一法定证券类别,统一适用《证券法》。

(一)"公司债券"的经济实质与法律性质

《证券法》第 2 条将"公司债券"列举为法定证券类型,纳入调整范围,但未界定其含义,与《证券法》形成调整公司组织及其活动"一体两面"基本法①的 2018 年《公司法》(已失效)第 153 条第 1 款规定:"公司债券,是指公司依照法定程序发行,约定在一定期限还本付息的有价证券",②成为理解"公司债券"这一法律术语的有力依据。《公司法》中的定义,揭示了公司债券基于商业信用关系建立,以还本付息为特征的金钱借贷经济实质,以及有别于股票的权益融资,呈现为债务性有价证券的法律属性,二者构成了理解公司债券内涵的重要维度。

经验表明,公司除了倚重自我积累这一内源融资外,更重要的是借助外源融资(银行借贷及资本市场发行股票、债券筹资等)拓展经营。由于不会分散公司控制权并可以将融资成本在税前扣除,举借金钱债务成为企业"融资优序理论"(Pecking Order Theory)中优胜于发行股票的融资途径。现代经济建立在信用关系之上,信用是用契约关系保障本金回流和增值的价值运动。当公司具备一定实力和知名度,就可以脱离银行借贷走向资本市场,凭借自身信用博取投资者信赖并出借资金,与公司建立金钱借贷关系。作为对投资者于约定期限内让渡货币资金所有权,丧失其他投资机会(机会成本)并承担公司信用风险(无法清偿)的补偿,③公司在债券到期时向投资者归还本金并按约定支付使用货币资金的利息,以终结金钱之债,完成公司融通资本市场资金做大做强的过程。

传统上,公司通过与出借人(主要是银行)订立合同,建立"一对一"的金钱借贷关系,即使在"一对多"的银团贷款模式下,这种金钱之债也深受合同法锁约束,作为信用中介的银行往往基于资金安全及合法合规等方面的考虑,对贷款用途、担保、规模、期限及利率等提出严格的要求,从而限制了公司运用贷款的灵活度。④相比之下,公司债券面向资本市场上的投资者募集资金,采用标准化、份额化的有价证券载体记载公司与投资者之间的金钱借贷关系,经由证券交易满足债权流转和风险管理要求,突破合同法锁而超越传统"一对一"融资模式,呈现出社会化、集团化的融资特点。有别于合同路径下的银行信贷,将金钱之债证券化并以"公司债券"类别纳入《公司法》《证券法》的调整范围(成为法定证券类型),

① 参见侯水平:《论公司法与证券法之关系》,《社会科学研究》2001 年第 1 期,第 76—77 页。

② 2024 年《公司法》第 194 条第 1 款修改为"本法所称公司债券,是指公司发行的约定按期还本付息的有价证券"。

③ 黄达、张杰:《金融学》(第五版),北京:中国人民大学出版社 2020 年版,第 74 页。

④ Mark Carey, Stephen Prowse, John Rea & Gregory Udell, *The Economics of the Private Placement Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Spring 1993, p. 15.

可以平衡投资者与发债公司的利益,在使投资者获得比合同更多法律强制性保护的同时,也可以为公司提供更大规模的资金供给来源和更灵活的融资条件,取得双赢效果并更好地发挥资本市场服务实体经济的功能。

(二)中期票据定性为“公司债券”的法律解释

从文义解释看,《证券法》第 2 条列举的“公司债券”,很容易根据字面含义,具体理解为证监会依据该法于 2007 年创设的公司债券,但“公司债券”显然并非仅指向某一具体的债务融资工具,其作为一种法定证券类型被纳入《证券法》的调整范围,所呈现的某类债务融资工具的种属概念特征远远胜于指代具体的产品名称,这也是法律抽象归纳并调整一类法律关系而非具体某一法律关系的功能所在。法谚有云“法无解释不得适用”,应从“公司债券”的字面理解走出去,探求更符合《证券法》规范体系和立法目的的法律解释。

“法律解释的目标,是解释者通过解释活动探究立法者的意思或者法律的规范目的”①, 从而避免法律一经制定就已落后的不足及频繁修法的高昂成本,维持法律生命力,与时俱进地服务于经济社会发展。将“公司债券”术语放入整个证券法制体系中进行理解,显而易见其外延包含企业债券这一融资工具类型。申言之,我国企业债券于 1984 年开始发行②,归口国家发改委主管,长期以来主要以中央国企、地方重点企业为发债主体,所募集资金多用于国家重点项目或基础设施建设,作为一种资本市场债务融资工具,其发展远早于证监会创设的公司债券。与这种历史传统和监管格局相适应,《证券法》历次修改时在“公司债券”发行监管上都保留了“国务院授权的部门”的规定,且与“国务院证券监督管理机构”并列。显然,该授权部门指向国家发改委,进而基于其上述监管职权而可以将企业债券纳入“公司债券”范畴。这一点也在国务院 2020 年发布的《证券法实施通知》中得到进一步确认,其中的第二(一)条明确规定“公开发行公司债券应当依法经证监会或者国家发改委注册”。当然,随着 2023 年国务院机构改革,国家发改委对企业债券的监管职权归入证监会,“公司债券”理应包含企业债券变得更为明确,体系解释的助力相应减弱。

对于依靠《中国人民银行法》,在证券法制之外独成体系且与公司债券同步发展的中期票据,无法通过文义解释和体系解释的方法评判其应否归入“公司债券”范畴,但如果置于《证券法》的立法目的解释视角下,那么其应作为“公司债券”对待的法律属性便清晰可见。申言之:

一方面,《证券法》提供了保护投资者的强制性法律制度,中期票据投资者应得到平等保护。《证券法》旨在解决资本市场信息不对称以促进资本形成,构建公平有序的资本市场并保护投资者合法权益,为此在商法规则之外,为投资者提供了约束发行人和市场中介,以强制信息披露为核心,以特殊侵权责任为后盾的一整套法律机制并由证监会负责执行。美国《1933 年证券法》第 2 条规定了相当宽泛的“证券”定义,国会的意图在于“无论其以何种形式出现,我们这个商业社会中通常所谓的‘证券’,都应被包括到这一定义之中”③,体现出对投资者高调的专门保护并助力证券法与时俱进,从而护佑美国资本市场高质量发展。

实践中,中期票据依托《中国人民银行法》由交易商协会建立起一套完整的自律规则,但缺乏制约欺诈行为的强制性法律规范及执法机制。尽管 2018 经国务院同意,授权证监会对中期票据涉嫌欺诈的行为,依据证券法相关条款进行认定和行政处罚,建立了统一的债券市场行政执法机制,但这种辗转的行政追责,存在监管部门执法衔接及利益之争等问题,自实施后相关案例并不多见。在欺诈民事责任的追究上,始终存在中期票据能否适用《证券法》,从而援引第 85、163 条等规定的特殊侵权民事责任及司

---

① 王利明:《法律解释学导论——以民法为视角》,北京:法律出版社 2017 年版,第 196 页。

② 马庆泉主编:《中国证券史》,北京:中信出版社 2003 年版,第 12 页。

③ See H. R. Rep. No. 85,73d Cong., 1st Sess., 11(1933).

法解释的争议。司法实践中,北京金融法院虽然在首例银行间债券市场虚假陈述案——“蓝石资产案”中给出适用《证券法》的肯定答案,但并未充分说理。①这种依靠司法阶段个案裁判的处理方式,很容易造成法治不统一和畸高的诉讼成本,难以为投资者提供稳定的预期,也不利于形成良好的营商环境。如果某类金融工具存在风险“未受规制性”或“风险裸露性”,又缺乏相应的专门法律保护,那么就该考虑适用证券法以使投资者获得特别的法律保护。②将缺失专门法律责任(无论民事还是行政等)制约的中期票据纳入“公司债券”这一法定证券的范畴而适用《证券法》,为投资者进入两个市场提供平等保护,因此具有正当性和紧迫性。

另一方面,中期票据的经济实质和法律性质符合“公司债券”内涵,应遵从同类法律关系统一调整的立法原则和目标而纳入法定证券范畴。《公司法》第 194 条第 1 款的规定揭示了“公司债券”的核心文义:包含公司这一最重要且能独立承担法人责任的商事主体、以商业信用而非资产信用为基础的直接债务融资关系、承载这一债权债务关系的有价证券表征这三大要素。《管理办法》第 2 条规定“中期票据是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的,约定在一定期限内还本付息的有价证券”,其基于企业信用举借债务,到期还本付息的经济实质和采用有价证券载体的条文规范表达,与《公司法》第 194 条第 1 款的内容并无二致;在主体资格上,“公司债券”的外延已包括企业债券(主体可以是企业而未必是公司),具有法人资格的企业所发行的中期票据自然也符合要求。实践中,中期票据在银行间债券市场发行,并可在进入这一市场的机构投资者之间流转,开展现券交易、回购、远期、借贷及做市交易等活动,为投资而创设并非普通消费品,方便交易而超越合同法锁约束,兼具证券的投资与流通属性。也因此,中国人民银行在统计我国债券市场数据时,将中期票据与公司债券作为同类金融产品并使用“公司信用类债券”的名称,客观上比“公司债券”更准确地概括了这类债务融资工具的特征。

这种通过探究法律术语内涵及引入立法目的解释,将中期票据纳入“公司债券”范畴的方法,在法理上优于采用《证券法》第 2 条规定的“国务院依法认定的其他证券”途径来确认中期票据的法定证券地位,也更符合逻辑。因为“国务院依法认定”作为与股票、“公司债券”并列的确认法定证券的方法,所认定的应是性质上不同于后两者的新金融产品类别(非同类),国务院 2013 年对优先股的认定即属于这种情形。③基于上述推演方法,举凡符合“公司债券”内涵,呈现“家族相似性”的金融工具,在没有特别法律专门保护投资者的情况下,应都可以纳入“公司债券”这一基于主体商业信用的债务型证券范畴,从而避免需要屡次通过国务院认定的“特事特办”,形成更稳定的制度规范和市场预期。

三、中期票据的公开发行定位及其注册监管协调

中期票据如面向所有机构投资者发行,可以像公司债券那样定性为“小公募”;基于监管衔接和市场实践等因素考虑,由交易商协会继续保留对这种公开发行的审核注册功能,并不违背注册制的市场化本意,也能更好地协调市场分工,促进良好的监管竞争。

(一)中期票据公开发行的“小公募”定位

一旦中期票据被归入“公司债券”法定证券范畴而适用《证券法》,那么需要进一步解决相应的发行监管问题。根据监管要求的不同,发行可分为公开发行(公募)和非公开发行(私募),尽管二者在发行

① 案例所涉的是同属于非金融企业债务融资工具的超短期融资券(SCP),法院的理由是银行间债券市场应属于《证券法》规定的全国性证券交易场所,银行间债券的发行和交易属于国务院依法认定的其他证券的发行和交易,依法应当适用《证券法》及其司法解释的规则。参见亓宁:《银行间债市首例虚假陈述案适用证券法:中介担责 20%,返费模式是焦点》,资料来源:https://www.yicai.com/news/101643887.html

② 邢会强:《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》,《中国法学》2019 年第 1 期,第 251 页。

③ 参见《国务院关于开展优先股试点的指导意见》(国发〔2013〕46 号)。一直以来,国务院鲜有使用这一认定权限,客观上也限制了我国法定证券的外延。

对象和监管强度等方面存在重大差异,但实践中公募私募并没有优劣之分,更多的是不同发行人或发行人在不同阶段权衡利弊的结果。

美国联邦证券法体系没有直接界定“发行”(issue)概念,而是通过规定一系列“豁免证券”“豁免交易”进行反向设置,一旦不符合法定豁免,那么需要向美国证券交易委员会(SEC)注册(registration)并充分披露信息,否则禁止对外销售证券(公开销售)。①这种反向设置为市场提供了广阔空间,私募发行因属于“豁免交易”的一种类型而免于公募注册程序,但无论公开发行与否,一旦构成证券欺诈,发行人等都要承担相应的法律责任。与美国立法模式不同,我国《证券法》第 9 条直接界定“公开发行”并规定“未经依法注册,任何单位和个人不得公开发行证券”,200 人的绝对数量上限和豁免规定的缺失,收窄了私募发行的空间,发行人很容易触及“公开发行”而需要承担诸多成本并影响融资效率。

为减轻发行人负担并契合债券主要面向机构投资者募集的现实,证监会 2015 年制定《公司债券发行与交易管理办法》时创设了面向合格投资者②的公开发行(俗称“小公募”)并简化核准程序(2015 年法第 18 条),对公开发行分类管理并沿用至今,形成具有中国特色的债券公开发行监管制度,有效协调发行人与专业投资者之间的投融资关系,并缓解了发行成本与发行效率之间的矛盾。

如果中期票据选择面向银行间债券市场的所有机构投资者发行,那么这种发行在证券法体系下宜定位为“小公募”,理由在于:

其一,从交易商协会制定的自律规则看。《非金融企业债券融资工具注册发行规则(2023 版)》第 7 条规定,债务融资工具注册发行工作应遵循公开、公平、公正的原则;根据该自律规则,中期票据发行分为公开发行和定向发行并适用繁简不一的注册程序。公开发行面向银行间债券市场机构投资者发行(不限制购买人数),由注册专家组成的注册会议评议注册文件拟披露信息的完备性并决定接受注册与否,发行企业通过债务融资工具注册信息系统(即“孔雀开屏系统”)向市场披露当期发行文件(第 5、9、12、29 等条)。上述内容表明了其“公开发行”属性且与公司债券“小公募”应遵循的“公开、公平、公正”原则及注册、信息披露等要求并无实质差异。2020 年人民银行和证监会等联合发布的《公司信用类债券信息披露管理办法》更促进了中期票据与公司债券在信息披露真实、准确、完整、及时、公平方面的一致性要求。

其二,从市场操作看。中期票据的公开发行面向所有进入银行间债券市场的机构投资者,具有涉众性;在“孔雀开屏系统”披露的文件对所有进入该市场的机构投资者开放,具有信息公开性。实践中,债务融资工具基本采用簿记建档方式发行,少量公司信用类债券采用公开招标方式发行,③体现出高度透明化和市场化的定价过程,遵循的是公开发行的常规做法,而非私募发行的协商定价和定向信息披露等。我国未像美国 2012 年《创业企业扶助法》(Jumpstart Our Business Startups Act)那样部分取消私募的公开劝诱,④仍秉承以要约对象的广泛性(特定对象累计超过 200 人)、不特定性(涉众)而非最终购买证券的有限人数及其合格投资者身份作为评判构成公开劝诱(公开发行)与否的标准,因此不能以中期票据最终投资者人数只有十几个(未超过 200 人)而将之定性为私募发行。

其三,从发行企业和投资者在两个市场的流动性看。企业债券发行审核职权在划归证监会之前(过渡期至 2023 年 10 月 20 日),采用经交易商协会等审核并由国家发改委注册,再通过中央国债登记结算有限责任公司在银行间债券市场簿记建档、招标发行,并同时在交易所市场、银行间债券市场上市

---

① 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京:北京大学出版社 2004 年版,第 33 页。

② 根据《证券法》第 89 条,修改为“专业投资者”。

③ 参见交易商协会:《中国债券市场改革发展报告(2024 年)》,第 13 页,资料来源:
https://www.nafmii.org.cn/xhdt/202405/t20240516_318064.html

④ 参见彭冰:《投资型众筹的法律逻辑》,北京:北京大学出版社 2017 年版,第 145—146 页。

(挂牌)交易的模式。如果将在银行间债券市场的企业债券发行界定为私募发行,那么会与其随后在交易所市场上市交易产生矛盾,因为只有公开发行的债券才能上市交易;投资者如在两个市场购买同一只企业债券,将同时享有公募/私募投资者双重身份而受到强弱不同的法律保护,矛盾更为明显。此外,如果将中期票据面向银行间债券市场所有机构投资者的发行界定为私募发行,那么中期票据在法律性质上将属于私募产品,无疑会导致相关投资者(包括诸多金融机构及非法人资管产品)在投资对象上不合规并可能违反合同义务(规定或约定不得投资私募产品)而诱发重大法律风险,抑或阻碍投资者日后选择中期票据作为投资对象(逆向选择),戕害这一市场的发展。

(二)中期票据公开发行注册的监管协调

《证券法》第 9 条第 1 款规定,公开发行证券应依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册;在企业债券发行审核权划归证监会负责后进行修订的 2024 年《公司法》,其第 195 条第 1 款进一步明确规定为应当经国务院证券监督管理机构注册,统一发行监管。根据《证券法》第 21 条第 2 款和《证券法实施通知》,目前公司债券建立了先由证券交易所进行审核,再由证监会予以注册的公开发行监管机制(以下简称"审核—注册"机制),证券交易所还针对知名成熟发行人申请的债券发行优化审核安排并简化审核流程,以提高融资服务效率。中期票据自 2008 年推出后一直由交易商协会采用注册制发行并实行自律管理。如果将中期票据纳入《证券法》调整范围并定性其面向所有机构投资者的发行为"小公募",那么需要更深入地探讨注册制的本意并进行监管协调。

追溯注册制的功能,其本源在于对抗由监管部门主导判断证券价值的核准制,建立由市场自决证券价值与风险的评价机制。①实践中,交易商协会主导中期票据的注册,从注册专家名单中随机抽取 5 名组成注册会议评议是否接受注册,通过的则向企业出具《接受注册通知书》。相对于政府主导的核准制,上述由同行专家互评+自律管理组成的注册制无疑是一种符合市场化实质要求的"注册制"。公司债券的审核,以上海证券交易所为例,是聘任交易所内外的专业人士担任审核专家,每次随机抽取 5 名组成审核会并独立发表意见,按少数服从多数原则形成审议意见,交易所再据此出具审核意见向证监会上报注册。可见,中期票据与公司债券的审核机制在自律组织层面有些许差别,但没有实质性重大差异,并不因此改变注册制的市场化本质属性。

在发行审核行为具有市场化共性的基础上,有必要进一步统合公募筹资的法律正当性依据。当下,"依法将各类金融活动全部纳入监管"②已成为大政方针,《证券法》第 9 条第 1 款也明确规定"未经依法注册,任何单位和个人不得公开发行证券"。相比公司债券公开发行通过证监会具有行政许可属性的注册获得合法性,中期票据主要通过交易商协会的自律管理(人民银行授权)获得发行正当性,如果将其面向所有机构投资者的发行定位为"小公募",仅倚靠自律管理恐难以有效打击非法集资并制约违规代持、不正当利益输送、扰乱定价及欺诈发行等行为,那么要否将中期票据的注册制改造成公司债券的"审核—注册制",答案可能未必如此。如上所述,中期票据注册制本质上契合市场化改革趋势,作为最早施行的市场化发行管理机制,其运作成熟而高效,有必要继续发挥这一制度优势;加之单只中期票据的持有人数通常不超过 200 人且为机构投资者,应探求更契合的补足法律强制力的发行监管机制。

根据《非上市公众公司监督管理办法(2023 年修订)》,证监会对股东人数未超过 200 人的公司申请其股票在全国中小企业股份转让系统(以下简称"全国股转系统")挂牌公开转让的,豁免注册并由全国股转系统进行审核及开展相应的自律管理(第 37 条等),同时证监会建立对全国股转系统

① 洪艳蓉:《公司债券法制的统一及实现》,《中国金融》2021 年第 22 期,第 70 页。

② 习近平:《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》,北京:人民出版社 2022 年版,第 29—30 页。

审核监管工作的监督机制,在充分利用专业力量高效推进项目审核的同时又能够制约权力滥用,将之整体纳入注册监管体系。中期票据注册制的监管协调可以借鉴该思路,通过《证券法》第9条第1款对国务院规定证券发行注册制的具体范围、实施步骤的授权,同意交易商协会保留审核注册发行中期票据的一体化机制,豁免向证监会注册但保留后者对此的监督权,实现功能监管与行为监管,客观上也有助于推进证券交易所对小于200人的公司债券“小公募”的“审核—注册”机制进一步提高效率,一举多得。

四、中期票据适用《证券法》相关问题的解决

中期票据一旦适用《证券法》,除了处于核心的公开发行监管制度外,还需要处理如下议题才能理顺法律关系,护佑市场获得更好的发展,而不是掣肘于其严格的约束条款及法律责任。

(一)债券承销资格专有与商业银行的参与路径

无论公司债券还是中期票据,都要求发行人面向投资者公开发行时,应依法聘任金融机构充当债券承销商,以核查发行文件,协助完成债券定价和配售,确保发行质量及其过程的顺利完成,助力发行人成功债务融资。承销商基于专业服务收取相应佣金,并因承诺余额包销而获得更多风险补偿收入。

基于承销商在确保债券成功发行中的重要作用,通常要求其具有良好的专业能力、风险管理和内控制度、必要的人员配置等并实缴承担债券包销风险的高额资本金(如承诺余额包销)。实践中,中期票据通常由商业银行作为主承销商/承销商,近年来也允许证券公司、信托公司等申请承销业务资格,并通过建立市场评价机制授予资格及进行管理。反观公司债券的承销商资格,《证券法》第120条第4款规定“除证券公司外,任何单位和个人不得从事证券承销、证券保荐、证券经纪和证券融资融券业务”,这一资格专属于证券公司。如果中期票据作为“公司债券”适用《证券法》,那么商业银行可能因没有证券承销资格和受制于《证券法》第6条、《商业银行法》第43条有关证券业与银行业分业经营的强制性规定,无法开展承销业务。

但上述两法都包含“国家另有规定”的除外条款,可提供解决方案。实践中,根据2005年《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》,银行直接出资作为主要股东,经证监会批准设立银行系基金公司从事基金管理业务,以及根据2018年《商业银行理财子公司管理办法》,银行经银行业监督管理机构批准,设立理财子公司对受托财产进行投资和管理,就是运用这一条款的成功先例。因此,可以通过设立独立法人+业务特许经营的方式,使商业银行符合《证券法》的监管要求,在有效隔离证券业与银行业业务风险的同时,继续发挥银行承销中期票据的功能与优势。

(二)银行间债券市场属性与中期票据的交易

将发行人与投资者的债权债务关系记载于债券之上,实现权利证券化,有助于突破合同相对性,实现民事权利流转简易化,①债券通过资本市场进一步流通,可以充分发挥金融交易的价格发现、风险管理和资源配置等价值,②更好地保护投资者利益并促进经济高质量发展。

我国存在证券交易所债券市场和银行间债券市场两大交易市场,如果中期票据被界定为《证券法》上的“公司债券”,那么有必要探讨其在银行间债券市场交易与《证券法》规定的契合度,以更好地运用证券法规范这一市场的交易秩序、制约交易欺诈行为并促进市场行稳致远。

在证券交易场所上,《证券法》第37条第1款规定,公开发行的证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易;在证券交易方式上,《证券法》第38条只规定了在证券交易所上市交易的证券,应当采用公开的集中交易方式或者国务院监督管理机构批准

---

① 范中超:《证券之死——从权利证券化到权利电子化》,北京:知识产权出版社2007年版,第48页。

② 参见焦瑾璞:《金融交易导论——原理、机制与实务》,北京:中国金融出版社2021年版,第28页。

的其他方式,前者包括集中竞价交易和大宗交易,后者如做市交易等。①举重以明轻,更灵活的证券交易场所可参照该条适用。

基于银行间债券市场的如下属性与特点,在该市场进行的中期票据交易,不悖于上述规定,属于机构投资者在二级市场(场外市场)的询价交易(报价驱动),区别于在场内市场(证券交易所)通过集合竞价系统完成的匹配成交(订单驱动)。

其一,银行间债券市场可以被认为是经国务院批准的全国性证券交易场所,是面向所有机构投资者的公开市场,而不只是对金融机构开放的同业市场。追溯历史,这一市场始建于 1997 年 6 月 6 日,彼时中央政府为防治信贷资金违规进入股市潜藏的巨大金融风险,建立信贷资金与资本市场适度隔离的风险防范机制,在要求银行全面退出证券交易所之后,需要为其解决所持有的国债等证券的流通问题。也因此,市场设立之初名副其实的是“银行间”,只有 16 家商业银行和 2 家城市合作银行参与,②市场交易基础设施依托于全国银行间同业拆借中心(中国外汇交易中心),后者是人民银行根据国务院《关于进一步改革外汇管理体制的通知》(国发〔1993〕89 号)设立的全国性机构,其名称冠以“中国”字样得到了国务院批准,因此有理由认为这一市场为国务院批准的全国性证券交易场所。人民银行根据《中国人民银行法》第 4 条规定监督管理银行间债券市场,随着 2002 年市场准入从审批制改为备案制并扩大债券结算代理范围后,这一市场已成为所有机构投资者均能参加的公开市场,固定收益证券品种日益丰富且交易活跃,有力促进了债券利率市场化并提高了我国的直接融资比例。

其二,银行间债券市场是有别于传统场内市场(证券交易所竞价系统)的场外市场,其交易与证券交易所创设的固定收益平台的交易并无实质性差异。晚近以来,科技进步和竞争的加剧,导致传统上以物理意义上的证券交易所(所谓的“场”)界分场内场外交易的标准日益模糊,更多的是以交易方式和监管宽严程度进行区分。换言之,相比于面向普通投资者,采用竞价机制并受到严格监管的场内市场,场外市场参与者一般为机构投资者,采用更灵活的询价机制等交易方式,所受监管也较为宽松。银行间债券市场虽然传统上属于场外市场,但随着沪深交易所近年来建立了面向机构投资者,带有场外性质的独立固定收益交易平台,二者所提供的债券交易方式已差别不大,加之询价机制比竞价机制更适合债券交易,场外市场(平台)已是主流。

(三)中期票据债券投资者保护机制的对标

证券市场需要给予投资者信心并有效保护其合法权益,才能不断吸引资金入市,实现筹资功能和可持续发展。在我国公司债券公开发行逐步从审批制、核准制走向注册制,发行条件等日益市场化的过程中,为解决分散的债券投资者对抗发行人,应对债券违约风险的“集体行动”难题,证监会在《公司债券发行与交易管理办法》中设置了两项投资者保护制度:③一是汲取大陆法系的经验,要求设立债券持有人会议,以便审议关系投资者共同利益的重大事项并形成集体决议;二是汲取英美法系,特别是美国《1939 年信托契约法》(The Trust Indenture Act of 1939)的经验,要求发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人,履行债券持有人会议决议,并为债券持有人办理受领清偿、债权保全、与债券相关的诉讼以及参与债务人破产程序等事项。2019 年《证券法》进行重大修订时确认了上述制度并规定于第 92 条,2023 年《公司法》进行重大修订时同样做了制度确认,进一步明确规定债券持有人会议决议对同期全体债券持有人发生效力(第 204 条),并更具体化了受托管理人的职责及其因损害债券持有人利益而应承担的赔偿责任(第 205、206 条),进一步完善了债券投资者保护专门法制。

对比中期票据,交易商协会在 2010 年 8 月发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人

① 参见王瑞贺主编:《中华人民共和国证券法释义》,北京:法律出版社 2020 年版,第 67—68 页。
② 钟言:《九州风雷——银行间债券市场诞生记》,《债券》2017 年第 5 期,第 79 页。
③ 洪艳蓉:《论公司债券市场化治理下的投资者保护》,《兰州大学学报(社会科学版)》2020 年第 6 期,第 73 页。

会议规程》,2023 年修订版本同样确认了债券持有人会议的法律地位,明确其以维护债券持有人共同利益并表达他们的集体意志为目的(第 3 条),规定除法律法规另有规定外,债券持有人会议决议对所有债券持有人具有同等效力和约束力(第 7 条),与《证券法》《公司法》对债券持有人会议法律地位及其决议效力的确认等规定相近,不存在二者融合的法律障碍。

2019 年 12 月,交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引(试行)》并自 2020 年 7 月 1 日起施行,引入包括商业银行、信托公司、律师事务所及金融资产管理公司等多元化机构担任受托管理人(第 6 条等),其承担的受托管理职责与利益冲突风险管理要求(第 10、7 条等)与《证券法》《公司法》关于公司债券受托管理人的要求也无重大差异,至于受托管理人资格准入和履行内容方面的细微差别,后续可通过监管协调和规则趋同改进等进一步完善。

(四)中期票据债券虚假陈述赔偿责任的衔接

成熟的公司债券市场需要市场化的债券发行与交易、信息披露及债券存续期管理制度,也需要制约证券欺诈的法律制度为投资者提供有力的权利救济。目前,我国形成了以《证券法》为中心,《民法典》《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿责任案件的若干规定》(法〔2022〕23 号,以下简称《新司法解释》)等共同构成的证券虚假陈述民事赔偿责任体系。中期票据在涉及虚假陈述侵权民事赔偿责任诉讼时,有必要明晰并做好如下法律适用衔接:

其一,中期票据虚假陈述纠纷是否适用《新司法解释》的问题。根据起草者的释明,在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿责任案件,都适用该司法解释,不论是公募还是私募,是发生于一级发行市场还是二级交易市场,是采用竞价交易,抑或大宗交易或协议转让的方式。①该司法解释前言写明系根据《民法典》《证券法》等法律规定制定,表明了其作为解决证券虚假陈述侵权责任一般性司法解释的功能定位,不只是落实《证券法》规定的公开发行与交易证券虚假陈述特殊侵权责任的专门性司法解释。中期票据发行和交易的银行间债券市场如被认为是经国务院批准的全国性证券交易场所,那么在交易场所上属于《新司法解释》的适用范围,北京金融法院在首例银行间债券市场虚假陈述案——“蓝石资产案”中就进行了如此的法律适用;中期票据在银行间债券市场上面向所有机构投资者公开发行并通过询价方式交易,在发行与交易方式上也都未超出《新司法解释》的调整范围。

其二,中期票据虚假陈述民事责任是否适用《证券法》第 85、163 条的问题。《证券法》基于保护公众投资者的立法目标,规定了不同于《民法典》一般侵权责任的特殊侵权责任,即当证券进行公开发行和交易时,发行人和市场中介等因虚假陈述行为给投资者造成损失的,适用过错推定并承担连带赔偿责任,《新司法解释》进一步规定了虚假陈述行为与损失之间的因果关系推定,极大便利了公开市场的投资者进行维权。一级市场上,中期票据在银行间债券市场面向所有机构投资者发行,如定性为小公募,那么应同样适用第 85、163 条,但投资者因信赖受虚假陈述影响的债券价格而交易,属于法律针对公众投资者整体拟制的信赖关系(信赖推定),发行人和市场中介可通过举证个体的客观情况等予以推翻,例如证明投资者买入并非受虚假信息影响,而是基于自我判断或出于资产配置要求、助力债券发行成功等其他目的。同时,市场中介也可以举证说明其已依法依规勤勉尽责,不存在过错进行免责抗辩。如考虑到小公募面向的是机构投资者且发行人可能是成熟发行人,目前在发行监管上采取了分类简化举措,那么与之相呼应,未来有必要探讨在适用《证券法》第 85、163 条规定的特殊侵权责任时,适当降低债券承销商及其他市场中介的勤勉尽责要求并减轻其应承担的损害赔偿责任比例。二级市场上,中期票据在银行间债券市场于机构投资者之间采用询价方式进行一对一交易,不属于通过竞价系统进行的多对

① 参见林文学、付金联、周伦军:《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》,《人民司法》2022 年第 7 期,第 44 页。

多公开交易,因此不具备适用欺诈市场理论的条件,①不能推定债券虚假陈述与投资者损失之间存在交易因果关系,无法依据第 85、163 条对发行人和市场中介适用过错推定并要求其承担连带责任,而应以《民法典》第 1165 条规定的一般侵权责任作为主张债券虚假陈述损害赔偿的请求权基础。

结论:中期票据证券属性的回归与《证券法》的统一适用

中期票据由非金融企业在银行间债券市场发行并流通,具有以商业信用进行债务融资的经济实质,是发行人与投资者之间的金钱债权债务关系凭证化、份额化进而无因化增强的有价证券。勃兴的中期票据市场长期游离于《证券法》适用之外,既容易造成市场监管套利,有损对投资者的公平保护,也不利于这一市场的高质量发展。随着公司债券市场化改革的深化和以投资者为本的证券法制日益完备,有必要打破现有市场分割和监管分立的利益格局,在债券法制统一的理念之下,将本质上同属于公司信用类债券的中期票据,通过目的性法律解释,归入"公司债券"法定证券类型而统一适用《证券法》,并结合中期票据在银行间债券市场的发行与交易特点,协调其因适用《证券法》带来的制度冲突、衔接等问题,以《证券法》作为基本法平等保护投资者和规范市场秩序,推动我国公司债券市场高质量发展。

The Legal Attribute of the Medium-term Notes Under the Unification of the Legal System of Corporate Bonds

Hong Yanrong
(*School of Law*, *Peking University*, *Beijing* 100871, *China*)

Abstract: The medium-term notes which are issued and traded in the interbank bond market are essentially debt securities financing based on commercial credit, but they deviate from the application of *the Securities Law* (《证券法》), resulting in a split bond market and a non-uniform legal system of credit bonds. As *the Company Law* (《公司法》) has defined the unified connotation of "corporate bonds", it is necessary for us to include the medium-term notes into the statutory securities categories of "corporate bonds" and apply *the Securities Law* uniformly through purpose-based legal interpretation on the basis of the commonality of commercial credit debt financing and the goal of legal unification, so as to take *the Securities Law* as the basic law to equally protect investors and standardize market order, and promote the high-quality development of China's corporate bonds market. And then, we should resolve the institutional conflicts and convergence problems arising from the uniform application of *the Securities law*. First, we should define the issuance of the medium-term notes to all institutional investors as small public offering and retain the review and registration mechanism of NAFMII (中国银行间市场交易商协会) to continue market practice and promote good regulatory competition. Second, we should require banks to set up independent subsidiaries and grant them licenses, so that banks can qualify as bonds underwriters. Third, the interbank bond market can be considered as a national securities trading venue approved by the State Council, and its trading belongs to the inquiry trading in the over-the-counter, which is different from the exchange auction trading. Fourth, there is no substantial difference between the investor protection mechanism of the medium-term notes and corporate bonds, and their rules have become increasingly consistent. Fifth, the compensation liability for misrepresentation of the medium-term notes traded in the secondary market should apply to the general tort liability under *the Civil Code* (《民法典》), rather than the special tort liability under *the Securities Law*.

Key words: medium-term note; legal attribute; corporate bonds; application of *the Securities Law*

(责任编辑 郭昌盛)

① 虚假陈述信息被公开且成熟的效率市场所吸收而反映在证券价格之上,投资者因信赖证券市场价格的公正性而进行交易,即使对虚假陈述不知情,也可以推定虚假陈述与投资者交易之间存在因果关系。参见耿利航:《欺诈市场理论反思》,《法学研究》2020 年第 6 期,第 130 页。